

Rozdział 8

Metody oceny efektów finansowania przedsiębiorstwa

Jerzy Róžański

Podstawowym celem niniejszego rozdziału jest przedstawienie pożądaney polityki przedsiębiorstwa w zakresie pozyskiwania środków finansowych, a ponadto zapoznanie Czytelnika zwłaszcza z tymi źródłami finansowania przedsiębiorstwa, które jeszcze w tej chwili w Polsce są mniej znaczące i mniej popularne, ale które w przyszłości mogą okazać się bardzo istotne w kształtowaniu możliwości rozwojowych firm.

Wprowadzenie

Analiza ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstwa powinna uwzględniać nie tylko konieczność oceny efektów ekonomicznych działalności przedsiębiorstwa, ale również i ocenę źródeł jego finansowania, struktury kapitałowej powstałej w wyniku przyjęcia określonej konfiguracji źródeł finansowania, a także ocenę efektywności wykorzystania pozyskanych przez przedsiębiorstwo źródeł finansowania.

Chodzi zatem o rozpoznanie podstawowych cech każdego źródła finansowania o charakterze alternatywnym (często mówi się w związku z tym o nowoczesnych źródłach finansowania) na tle źródeł bardziej tradycyjnych i powszechnie znanych.

Punktem wyjścia jest bowiem przyjęcie założenia, że wielość źródeł finansowania jest dla przedsiębiorstwa bardzo korzystna; zwiększa ona bowiem „pole manewru” przedsiębiorstwa, jeśli chodzi o tworzenie takiej struktury kapitałowej, która:

- nie uzależnia przedsiębiorstwa nadmiernie od jednego kapitałodawcy;
- zapewnia właściwą proporcję między własnymi i obcymi źródłami finansowania;
- jest odpowiednia dla przedsiębiorstwa z punktu widzenia terminu spłat zobowiązań zaciągniętych wobec kapitałodawców;
- zmniejsza wysokość średnioważonego kosztu kapitałowego do możliwie najniższego poziomu.

Dostępność określonych źródeł finansowania przedsiębiorstwa jest uzależniona w dużym stopniu od jego formy organizacyjno-prawnej.

Tylko spółka akcyjna może pozyskiwać kapitał poprzez emisję akcji. Tylko przedsiębiorstwa działające w formie spółek kapitałowych mogą emitować obligacje korporacyjne, ponieważ mają osobowość prawną, a jest to niezbędny warunek posiadania praw do emisji obligacji. Szansy takiej nie mają spółki osobowe.

Również i wielkość przedsiębiorstwa może mieć znaczenie, jeśli chodzi o dostępność źródeł finansowania. W tym przypadku mogą nie decydować już względy formalne, ale sama gotowość kapitałodawcy do udostępnienia kapitału.

Mimo przeważającej liczby i dużego znaczenia w gospodarce każdego kraju małych i średnich przedsiębiorstw, a także mikroprzedsiębiorstw, wielu kapitałodawców najchętniej finansuje działalność dużych przedsiębiorstw. Muszą one przeważnie pozyskiwać większe środki finansowe na swoją działalność bieżącą i rozwojową, i kapitałodawcy mogą mieć wtedy większy zwrot na zainwestowanym kapitale (w postaci większych odsetek).

Alternatywne źródła finansowania

Właśnie niechęć określonych kapitałodawców do finansowania małych i średnich przedsiębiorstw była powodem, dla którego powstawały tzw. alternatywne źródła finansowania, do których można zaliczyć między innymi:

- fundusze *private equity*,
- fundusze *venture capital*,
- finansowanie z udziałem aniołów biznesu.

Do alternatywnych źródeł finansowania zaliczyć można również finansowanie hybrydowe, a więc taki rodzaj finansowania, który ma pewne cechy finansowania własnego i finansowania obcego.

Alternatywne źródła finansowania (fundusze *private equity*, *venture capital* i aniołowie biznesu) mają jedną wspólną cechę. Finansowanie polega na wykupieniu akcji lub udziałów przedsiębiorstwa będącego przedmiotem finansowania. Oczywiście chodzi tu o takie pakiety akcji lub udziały, których zakup powoduje, że fundusz lub anioł biznesu staje się ważnym współwłaścicielem przedsiębiorstwa.

W literaturze przedmiotu podział na fundusze *private equity* i fundusze *venture capital* ma często dość umowny charakter. Częściej jednak fundusze *private equity* traktuje się szerzej jako fundusze, które inwestują w przedsiębiorstwa niezależnie od ich wielkości, fazy rozwoju i ryzyka związanego z działalnością.

Fundusze *venture capital* utożsamia się natomiast z inwestowaniem w przedsiębiorstwa, których działanie wiąże się ze zwiększonym ryzykiem. W założeniu fundusze miały finansować głównie małe i średnie przedsiębiorstwa we wstępnych fazach ich rozwoju. Praktyka wykazała, że fundusze *venture capital* skłonne są finansować raczej średnie i duże przedsiębiorstwa i to nie we wstępnych, ale dalszych fazach rozwoju.

W sposób bardzo skuteczny finansowaniem małych i średnich przedsiębiorstw, znajdujących się we wstępnych fazach rozwoju, zajęli się aniołowie biznesu.

Podstawowe różnice między funduszami *private equity* i funduszami *venture capital* a aniołami biznesu polegają na tym, że:

- fundusze w swojej działalności inwestycyjnej wykorzystują obce źródła finansowania (środki płynące od funduszy emerytalnych, firm ubezpieczeniowych, funduszy inwestycyjnych, banków itp.), a aniołowie biznesu, jako indywidualni inwestorzy, własne środki finansowe;
- fundusze dysponując większymi środkami na inwestycje, bardzo dokładnie rozpoznają przedsiębiorstwo, w które chcą zainwestować pieniądze (procedura *due diligence*), aniołowie biznesu działają w sposób mniej biurokratyczny i przez to szybszy;
- bliskość przedsiębiorstwa będącego obiektem inwestowania ma znacznie większe znaczenie dla anioła biznesu niż dla funduszy *private equity* i *venture capital*;
- aniołowie biznesu najczęściej angażują się w działalność finansowanego przez siebie przedsiębiorstwa bezpośrednio, uczestnicząc w pracach zarządu przedsiębiorstwa, w radach nadzorczych, jako doradcy społeczni lub etatowi, fundusze natomiast najczęściej delegują do przedsiębiorstwa, w które zainwestowały przez wykup części jego akcji lub udziałów, swoich przedstawicieli, którzy w zależności od skali inwestowania mogą znaleźć się w zarządzie przedsiębiorstwa, radzie nadzorczej lub innym organie kolegialnym (na przykład komisji rewizyjnej).

Dwa pojęcia są dość istotne:

- wejście w inwestowanie,
- wyjście z inwestowania.

Wejście w inwestowanie oznacza zakup akcji lub udziałów przedsiębiorstwa, wyjście z inwestycji następuje najczęściej w przypadku funduszy po 5–7 latach od momentu zakupu przedsiębiorstw i oznacza sprzedaż akcji lub udziałów.

Sprzedaż akcji lub udziałów może mieć charakter:

- sprzedaży akcji lub udziałów innemu funduszowi *private equity* lub *venture capital*;
- sprzedaży tych aktywów innemu przedsiębiorstwu (może to być również sprzedaż konkurentowi danego przedsiębiorstwa);
- sprzedaży aktywów związanej z jednoczesnym wejściem przedsiębiorstwa na giełdę;
- sprzedaży aktywów kadrze kierowniczej (przejęcie własności przedsiębiorstwa przez zarząd) lub załodze (własność pracownicza);
- sprzedaży w warunkach restrukturyzacji przedsiębiorstwa.

Wyjście z inwestycji danego funduszu lub anioła biznesu może być momentem niebezpiecznym dla przedsiębiorstwa, zależy to oczywiście od liczby akcji lub udziałów, jaką inwestor dysponuje; im jest ona większa, tym większa możliwość powstania problemów związanych na przykład ze spadkiem wartości aktywów, wycofuje się bowiem ważny inwestor.

O ile fundusze *private equity* i *venture capital* są na ogół dużymi organizacjami, dysponującymi sporym kapitałem, o tyle anioł biznesu jako indywidualny inwestor niezatrudniający analityków giełdowych i pozagiełdowych ma utrudnione zadanie, jeśli chodzi o znalezienie odpowiedniego przedsiębiorstwa. Aby zbliżyć do siebie potencjalnych inwestorów – anioła biznesu i przedsiębiorstwa potrzebującego wsparcia finansowego, stworzono sieci aniołów biznesu, wiążące ze sobą obie strony – kapitałodawców i kapitałobiorców. Tworzone są również syndykaty, a więc zgrupowania aniołów biznesu finansujące jedno przedsiębiorstwo (rzadziej określoną branżę lub sektor). Potencjalne korzyści z działania sieci i syndykatów przedstawia tabela 8.1.

Tabela 8.1. Korzyści płynące z funkcjonowania sieci i syndykatów aniołów biznesu

Dla przedsiębiorcy	Dla anioła biznesu
Możliwość zidentyfikowania i pozyskania potencjalnego inwestora	Możliwość udziału w forach inwestycyjnych
Uzyskanie pomocy w przygotowaniu się do spotkania z aniołem biznesu	Dostęp do informacji o potencjalnych inwestycjach
Możliwość skorzystania z doradztwa prawnego	Otrzymywanie ofert wstępnie wyselekcjonowanych przez sieci
Szansa zaprezentowania swojej koncepcji potencjalnym inwestorom	Możliwość dostępu do regionalnych ofert inwestycji
Pomoc we współpracy z aniołem biznesu	Możliwość współfinansowania przedsięwzięć inwestycyjnych z innymi aniołami
Pomoc w zdobyciu informacji o alternatywnych źródłach finansowania	Promowanie i wskazanie zalet istnienia aniołów biznesu
Możliwość i ułatwianie kontaktu z różnego typu organizacjami: politycznymi, rządowymi, również o zasięgu międzynarodowym	
Wypełnienie luki informacyjnej	
Możliwość uczestnictwa w szkoleniach między innymi o formach finansowania, zaletach współpracy	

Źródło: C. Munck, C. Saublens, *Introduction to Business Angels and Business Angels Network Activities in Europe*, European Business Angels Network EBAN, March 2005, s. 38; E. Itzel, N. Roka-eus, E. Hoglund, M. Lundh, *Differences between Business Angels and Venture Capitalists*, Stockholm School of Entrepreneurship, May 2005, s. 9.

W Polsce fundusze *private equity*, *venture capital* i aniołowie biznesu działają jeszcze w stopniu niewystarczającym – zbyt mało przedsiębiorców wie o ich istnieniu lub o zasadach ich działania, nie stanowią one, jak w krajach rozwiniętej gospodarki rynkowej (zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych), wyraźnej konkurencji wobec oferty bankowej lub pozyskiwania kapitału poprzez rynek kapitałowy (emisja akcji lub obligacji).

Jednak wzrastająca również w Polsce popularność tych metod finansowania daje możliwość ich wykorzystania, co byłoby cenne szczególnie w przypadku mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw.

Hybrydowe metody finansowania przedsiębiorstwa

Do nowych metod finansowania należą też hybrydowe metody finansowania (niekiedy określane terminem „kapitał *mezzanine*”).

Finansowanie hybrydowe jest formą finansowania, która ma pewne cechy charakterystyczne dla finansowania własnego, a inne – dla finansowania obcego.

Finansowanie kapitałem własnym wiąże się przede wszystkim z:

- posiadaniem tytułu własności części przedsiębiorstwa, a więc prawami właścicielskimi do majątku przedsiębiorstwa;
- prawem do uczestniczenia w zyskach przedsiębiorstwa (dywidenda w spółkach akcyjnych, udział w zysku w innych formach organizacyjno-prawnych);
- odpowiedzialnością za wyniki finansowe spółki.

Finansowanie przez kapitał obcy (finansowanie dłużne) oznacza:

- brak praw właścicielskich kapitałodawcy;
- traktowanie przedsiębiorstwa jak dłużnika, a kapitałodawcy jak wierzyciela, który zgodnie z umową musi mieć zwrócony zainwestowany kapitał (kredyt bankowy, emisja obligacji) wraz z odsetkami;
- brak odpowiedzialności wierzyciela za wyniki ekonomiczne spółki.

Finansowanie hybrydowe tworzy konstrukcje, w których te klarowne zasady nie są już tak oczywiste.

Przykłady finansowania hybrydowego

1. **Pożyczki podporządkowane** – jeden z podstawowych instrumentów w finansowaniu hybrydowym. Są to pożyczki wieloletnie, relatywnie wysoko oprocentowane, ale spłata pożyczonej przez przedsiębiorstwa kwoty następuje dopiero po zakończeniu okresu, na który pożyczka została zaciągnięta. Kapitałodawca może mieć określone uprawnienia, które są charakterystyczne dla właściciela, na przykład rozwiązania przyjęte w Niemczech zakładają możliwość prawa weta wierzyciela na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy spółki akcyjnej. Inne rozwiązania przewidują zwiększenie uprawnień wierzyciela, jeśli chodzi o dostęp do szczegółowej informacji o przedsiębiorstwie, wykraczające poza klasyczne uprawnienia wierzyciela.

2. **Akcje uprzywilejowane** – wprowadzie akcje są typowym instrumentem o charakterze właścicielskim, ale w przypadku upadłości przedsiębiorstwa akcje uprzywilejowane dają możliwość odzyskania wartości akcji zaraz po wierzycielach, a przed innymi współwłaścicielami spółki akcyjnej – posiadaczami akcji zwykłych. Są to więc uprawnienia zbliżone do uprawnień wierzycieli, którzy reprezentują kapitał obcy. Podobnie statut spółki akcyjnej może przewidywać rozwiązanie, w którym mimo braku osiągnięcia zysku w danym roku przez spółkę akcyjną akcjonariusz uprzywilejowany może otrzymać dywidendę. Znow to rozwiązanie nawiązuje do uprawnień wierzyciela do otrzymania ustawowych odsetek, niezależnie od wyniku osiągniętego przez przedsiębiorstwo.
3. **Obligacje zamienne** – najpierw jako obligacje stanowią typowy instrument dłużny, a następnie po zmianie tych obligacji na akcje stają się typowym instrumentem właścicielskim. Mamy tu do czynienia z instrumentem finansowym zmieniającym swój charakter.

Tak więc zastosowanie instrumentów hybrydowych ma sens wtedy, kiedy pojawia się potrzeba ich wykorzystania i w interesie przedsiębiorstw jest zwrócenie się do kapitałodawców oferujących tego typu instrumenty finansowe z prośbą o udostępnienie kapitału w tej formie.

Analiza konkurencyjności pomiędzy wybranymi źródłami finansowania przedsiębiorstwa – problem autonomii decyzyjnej

Przedsiębiorstwo mając do dyspozycji wybór między określonymi źródłami finansowania, może przyjąć różne kryteria, które będą warunkować wybór określonych źródeł finansowania, a jednocześnie rezygnację z innych źródeł.

Jednym z charakterystycznych dylematów, przed którymi stoją przedsiębiorstwa działające w formie organizacyjno-prawnej spółki akcyjnej, jest wybór między emisją akcji a emisją obligacji.

Emisja akcji wiąże się najczęściej z pozyskiwaniem nowych akcjonariuszy, chyba że emisja została ograniczona do akcjonariuszy dotychczasowych. Rodzi to następujące konsekwencje:

- nowi akcjonariusze mogą mieć zupełnie inną wizję rozwoju przedsiębiorstwa niż dotychczasowi właściciele spółki akcyjnej, co może powodować występowanie konfliktów między obu grupami akcjonariuszy. W tej sytuacji wszystko zależy od wielkości nowej emisji akcji i od tego, czy nowymi akcjonariuszami spółki stali się inwestorzy strategiczni czy tylko drobni akcjonariusze;
- najczęściej zmianom ulega wartość dywidendy przypadającej na jedną akcję; wypracowany zysk jest najpierw dzielony na kwotę zatrzymaną i kwotę przeznaczoną na wypłatę dywidendy, a liczba akcjonariuszy uprawnionych do jej uzyskania zwiększa się;

- wzrost zysku zawsze jest mniejszy niż przyrost akcjonariuszy uprawnionych do otrzymania dywidendy;
- pozyskanie nowego kapitału w wyniku emisji akcji może dać przedsiębiorstwu wyraźny impuls do wzrostu jego wartości, co może zwiększyć wartość pojedynczej akcji, trudno jednak ocenić, jak zachowają się akcjonariusze (wzrost wartości akcji może zachęcić do ich sprzedaży).

Emisja akcji jest drogim źródłem pozyskiwania kapitału ze względu na wysokie koszty samej emisji. Często zwraca się też uwagę na nadmiernie wygórowane oczekiwania akcjonariuszy odnośnie do wysokości przyszłej dywidendy. Spółki akcyjne w różnych krajach prowadzą bardzo różną politykę związaną z wypłatą dywidendy – na przykład w Polsce w większości spółek dywidenda nie stanowi istotnego kosztu pozyskania kapitału, a więc opinia o emisji akcji jako relatywnie drogim źródle finansowania nie zawsze się potwierdza.

Jako konkurencyjne źródło pozyskania kapitału wymienia się emisję obligacji, a więc instrument dłużny pozyskiwania kapitału. Emisja obligacji powoduje więc, że:

- spółka staje się dłużnikiem, a obligatariusz – wierzycielem na czas, na który wyemitowano obligacje (kilkumiesięczne, roczne, dwuletnie, ... kilkuletnie, kilkunastoletnie, wreszcie obligacje bez ustalonego terminu wykupu – wieczyste);
- spółka jest obowiązana płacić obligatariuszowi (inwestorowi, który zakupił obligacje) odsetki najczęściej raz do roku; niewypłacenie odsetek jest traktowane jako złamanie umowy z obligatariuszem;
- inwestor, który zakupił obligacje, nie ma możliwości ingerowania w decyzje podejmowane w spółce; z tego punktu widzenia emisja obligacji jest bezpieczniejsza od emisji akcji;
- koszty przeprowadzenia samej emisji obligacji są przeważnie mniejsze niż koszty emisji akcji.

Rozstrzygnięcie, który sposób pozyskania kapitału jest bardziej korzystny dla spółki, jest uzależnione zatem od kryteriów oceny źródeł finansowania wybranych przez spółkę.

Trzeba też wspomnieć, że źródła finansowania w dość istotny sposób wpływają na obowiązki informacyjne przedsiębiorstwa oraz możliwość podejmowania samodzielnych decyzji. Również tutaj mogą występować sytuacje konfliktu interesów między wszystkimi grupami interesów działającymi w przedsiębiorstwie. Poniżej przedstawiono najważniejsze problemy z tym związane.

1. Przy wyborze źródeł finansowania przedsiębiorstwa bierze się pod uwagę tradycyjnie kilka kryteriów podstawowych (dostępność kapitału, koszty kapitałowe, warunki wykorzystania środków finansowych itp.), natomiast w zbyt małym stopniu zwraca się uwagę na wpływ, jaki wywiera dobór określonych źródeł finansowania na konkurencyjność i autonomię decyzyjną przedsiębiorstwa.

2. Na dobór źródeł finansowania i ich wykorzystanie w sferze inwestycyjnej przedsiębiorstwa wpływa to, czy akceptuje się autonomiczne cele przedsiębiorstwa czy też przedsiębiorstwo traktuje się jako pole gry różnych grup interesów reprezentujących odmienne, partykularne cele.
3. Wybór określonych źródeł finansowania wpływa na obowiązki informacyjne i autonomię decyzyjną przedsiębiorstwa. Źródła pozyskiwania kapitału, przy których obowiązki informacyjne są większe, a informacja jest adresowana do szerszego kręgu odbiorców (emisja akcji, emisja obligacji), mogą zmniejszyć konkurencyjność przedsiębiorstwa. Przy innych źródłach finansowania (kredyt bankowy, fundusze *venture capital*) informacje przekazywane kapitałodawcom mają węższy krąg odbiorców (co jest bezpieczniejsze dla przedsiębiorstwa), zmniejsza się natomiast autonomia decyzyjna przedsiębiorstwa.
4. Przeznaczenie (sposób wydatkowania) wolnych środków finansowych wygospodarowanych przez przedsiębiorstwo (w części również pozyskanych z zewnątrz) może być źródłem konfliktów między kadrą kierowniczą i właścicielami kapitału (akcjonariuszami, udziałowcami) wskutek rozbieżności interesów. Akcjonariusze mogą próbować optymalizować swój portfel inwestycyjny kosztem interesów przedsiębiorstwa jako całości, kadra kierownicza może stosować strategie inwestycyjne korzystne dla zwiększenia swego prestiżu, a niekorzystne dla przedsiębiorstwa. Stąd problem celu samego przedsiębiorstwa i jego autonomicznych interesów jest tak istotny.
5. Konflikt interesów między różnymi grupami nacisku zwiększają się w sytuacji kryzysowej przedsiębiorstwa. Zmniejsza się bowiem autonomia decyzyjna przedsiębiorstwa (zwiększa się ingerencja kapitałodawców zewnętrznych) i grupy nacisku działające wewnątrz przedsiębiorstwa mają zmniejszone możliwości realizacji własnych celów. Szczególnie ważne jest wtedy porozumienie między kadrą kierowniczą, akcjonariuszami, załogą i wierzycielami, w interesie przedsiębiorstwa jako całości.

Analiza efektów finansowania przedsiębiorstwa

Pozyskane przez przedsiębiorstwo kapitały mogą być wykorzystane w działalności bieżącej i w działalności rozwojowej.

Finansowanie działalności bieżącej ma na celu zapewnienie ciągłości prowadzonej działalności produkcyjnej, handlowej lub usługowej.

Natomiast **finansowanie działalności rozwojowej** ma na celu osiągnięcie przez przedsiębiorstwo wzrostu poprzez działalność inwestycyjną lub w wyniku działalności bezinwestycyjnej (najczęściej „niemal bezinwestycyjnej”), co polega na wprowadzeniu usprawnień organizacyjnych (w tym również w sferze zbytu, zaopatrzenia, gospodarki kadrami), zwiększających możliwości produkcyjne bądź

usługowe i prowadzących do osiągnięcia wyższych zysków i zwiększenia wartości przedsiębiorstwa.

Klasyczne ujęcie metod oceny opłacalności przedsięwzięć inwestycyjnych uwzględnia ich podział na następujące grupy:

- 1) metody statyczne (procedury jednookresowe) – porównanie kosztów, porównanie zysków, rachunek rentowności, rachunek amortyzacyjny;
- 2) procedury dynamiczne dla poszczególnych inwestycji (izolowane modele wielookresowe) – klasyczne procedury wartości gotówkowej (metoda wartości kapitału – NPV, metoda wewnętrznej stopy procentowej IRR);
- 3) procedury wartości końcowej – końcowa wartość majątkowa, oczekiwana stopa procentowa;
- 4) procedury decyzyjne dotyczące programu inwestycyjnego (zintegrowane modele wielookresowe) – model Deana, modele planowania symultanicznego.

Metody statyczne, ze względu na to, że w sposób nadmiernie uproszczony oceniają efektywność inwestycji, są najczęściej odrzucane. Nie uwzględniają one zmian wartości pieniądza w czasie, oparte są na przewidywanych ewidencjonowanych przychodach i kosztach oraz uśredniają wyniki prognozy.

Z kolei metody dynamiczne ze względu na większy stopień skomplikowania są niechętnie wykorzystywane przez inwestorów. Mają jednak niezaprzeczalne walory:

- uwzględniają zmiany wartości pieniądza w czasie;
- oparte są na prognozach wpływu i wypływu pieniądza w przedsiębiorstwie.

Zintegrowane modele uwzględniają wpływ, jaki wywiera opłacalność pojedynczej inwestycji dokonywanej przez przedsiębiorstwo na wynik działania całego przedsiębiorstwa. Takiego związku nie dostrzegają metody izolowane (NPV, IRR); przedstawiają one jedynie wynik realizacji konkretnej inwestycji czy zadania rozwojowego. Ze względu jednak na relatywną łatwość obliczeń są w tej chwili najczęściej stosowane.

Należy wspomnieć, że wszystkie wymienione grupy metod oceny opłacalności inwestycji mają jedną podstawową wadę. Zakładają one bowiem, że sukces finansowy projektu inwestycyjnego przełoży się automatycznie nie tylko na sukces finansowy całego przedsiębiorstwa, ale również na sukces rynkowy, technologiczny, organizacyjny, społeczny, strategiczny, środowiskowy itp. Jest to założenie błędne.

Wielokrotnie występowały bowiem sytuacje, w których pojawiała się sprzeczność między efektami finansowymi a efektami innego typu. Dlatego też w wielu przypadkach wskazane jest zastosowanie wielokryterialnych metod oceny opłacalności inwestycji, gdzie nie tylko kryteria finansowe, ale również wiele innych kryteriów zostaje użytych do oceny może już nie opłacalności (ponieważ ten termin najczęściej jest ściśle wiązany z finansami), ale atrakcyjności inwestycji dla przedsiębiorstwa.

Poniżej przedstawiono przykład zastosowania jednej z wersji metod wielokryterialnej oceny opłacalności inwestycji.

Przykład. Wielokryterialny system oceny opłacalności inwestycji

Proces inwestycyjny

A. Kryteria progowe

1. Czy wniosek spełnia co najmniej jeden z celów strategicznych przedsiębiorstwa – tak / nie
2. Czy wniosek spełnia progowe kryteria ekonomiczne?
 - * Zdyskontowany okres zwrotu \leq wymagany zdyskontowany okres zwrotu
 - * Wartość bieżąca netto ≥ 0
 - * Wewnętrzna stopa zwrotu \geq stopa procentowa – tak / nie
3. Czy wykluczone jest równoważne rozwiązanie bezinwestycyjne – tak / nie
4. Czy ryzyko związane z wnioskiem jest akceptowalne – tak / nie
5. Czy wniosek jest wykonalny finansowo – tak / nie

B. Kryteria rankingowe środowiskowe i techniczne – punktacja (1–5)

1. Liczba celów strategicznych przedsiębiorstwa, która wspomaga wniosek
2. Utrzymanie / zwiększenie udziału w rynku
3. Wzmocnienie pozycji rynkowej przedsiębiorstwa
4. Wejście na nowe rynki
5. Zwiększenie stopnia wykorzystania urządzeń i instalacji
6. Zwiększenie pewności zasilania
7. Możliwość dalszej rozbudowy
8. Łatwość obsługi, konserwacji i remontów
9. Oddziaływanie na środowisko
10. Poprawa wizerunku przedsiębiorstwa

Trzeba wskazać, że kryteria progowe muszą być w tej metodzie spełnione, natomiast atrakcyjność projektów jest oceniana metodą punktową, przy doborze kryteriów wybranych przez przedsiębiorstwo.

Z kolei do mankamentów metod wielokryterialnych należy zaliczyć to, że:

- wybór kryteriów oceny może preferować wybór określonego projektu inwestycyjnego;
- rangowanie kryteriów (punktowe ustalenie ważności kryteriów) może w sposób subiektywny preferować określony wariant inwestycyjny;
- wybór wariantu następuje przez punktowanie poszczególnych wskaźników z wykorzystaniem wybranych kryteriów – cały proces ma więc charakter subiektywny.

Podsumowanie

Finansowanie przedsiębiorstwa jest ważnym procesem decyzyjnym, pozwalającym wybrać spośród dostępnych możliwości finansowania właśnie te, które dla przedsiębiorstwa funkcjonującego w określonej formie organizacyjno-prawnej

są najbardziej właściwe. Pożądana jest wiedza nie tylko o tych standardowych, znanych metodach finansowania, ale również o tych, które są mniej znane, a często dają możliwość przedsiębiorstwu stanowienia struktury kapitałowej, z punktu widzenia różnych kryteriów, najbardziej bezpiecznej. Trzeba też pamiętać, że stworzenie właściwego montażu finansowego (kombinacji źródeł finansowania o różnych cechach) jest zadaniem wymagającym dobrej znajomości zarówno rynku kapitałowego, jak i potencjalnych inwestorów strategicznych. Efektywne wykorzystanie pozyskanych środków finansowych jest kolejnym wyzwaniem, które stoi przed przedsiębiorstwem.

Kluczowe pojęcia użyte w niniejszym rozdziale: alternatywne źródła finansowania przedsiębiorstw, fundusze *private equity*, fundusze *venture capital*, aniołowie biznesu, hybrydowe metody finansowania przedsiębiorstw (kapitał *mezzanine*), emisja akcji, emisja obligacji, metody oceny opłacalności przedsięwzięć inwestycyjnych.

Pytania kontrolne

1. Podstawowe źródła finansowania alternatywnego.
2. Cechy instrumentów hybrydowych.
3. Przykłady konkurencyjności między różnymi rodzajami finansowania własnego i finansowania obcego.
4. Wpływ struktury finansowej na obowiązki informacyjne i samodzielność decyzyjną przedsiębiorstwa.
5. Dylematy zastosowania różnych metod oceny opłacalności przedsięwzięć inwestycyjno-rozwojowych.

Literatura uzupełniająca

Zagadnienie	Pozycja literaturowa	Strony
Alternatywne źródła finansowania przedsiębiorstwa – fundusze <i>venture capital</i> , instrumenty hybrydowe	J. Węclawski, <i>Venture-capital</i> , PWN, Warszawa 1997	Całość

Alternatywne źródła finansowania przedsiębiorstwa – aniołowie biznesu	B. Mikołajczyk, M. Krawczyk, <i>Aniołowie biznesu w sektorze MSP</i> , Difin, Warszawa 2007	49–98
Analiza konkurencyjności pomiędzy wybranymi źródłami finansowania przedsiębiorstwa – akcje i obligacje	J. Róžański (red.), <i>Inwestycje rzeczowe i kapitałowe</i> , Difin, Warszawa 2006	195–250
Analiza efektów finansowania przedsiębiorstwa	J. Róžański, <i>Inwestycje rzeczowe w procesach rozwojowych przedsiębiorstw</i> , Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1998	84–116